

学校编码: 10384  
学号: 15620111151942

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国短期国际资本流动与一线城市房地产  
价格变动之间的关系

The Relationship between International Short-term  
Capital Flows and Real Estate Price Volatility of  
First-tier City in China

耿冬梅

指导教师姓名: 苏丽萍副教授  
专 业 名 称: 金融硕士  
论文提交日期: 2014 年 5 月  
论文答辩时间: 2014 年 月  
学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_  
评 阅 人: \_\_\_\_\_

2014 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 摘要

随着全球资本市场逐渐向一体化和国际化方向发展以及各国金融衍生品市场的快速发展, 国际资本的跨境流动不仅规模越来越大而且更加频繁, FDI 已经不再是资本流动的主要途径。在这些流动的国际资本中, 短期国际资本逐渐变成国际资金流动的主要形式, 规模迅速发展, 并且影响着一国乃至全球经济体的经济发展。

目前, 房地产市场日益成为支撑我国经济金融发展的基础产业。房地产投资在我国社会总投资中占据着较大比重, 带动着上下游行业的投资发展。巨大的获利空间使得外资大量进入我国房地产市场, 然而在 20 世纪 90 年代以来发生的几次金融危机中, 短期国际资本大量外逃与这些国家房地产市场动荡都相伴而生。以 90 年代延续至今的日本经济危机、1997 年亚洲金融危机和 2008 年由美国开始的国际金融危机为例, 由于资金大量外逃, 市场资金供给出现紧缩, 同时监管部门不断出台冲销手段, 两者加剧导致资金成本的上升, 作为资本密集型的房地产业在这历次金融危机中都产生资金链危机。考虑到房地产市场对我国经济、金融的重要性, 以及历次资本外逃导致的房地产市场危机, 因此, 研究我国短期国际资本流动与房地产价格变动之间的关系不仅具有理论意义, 也有现实意义。

本文采用 VAR 模型对 2003 年至 2013 年我国一线城市房地产价格和短期国际资本流动月度数据进行实证分析。本文得出以下主要结论, 我国房地产价格变动对我国短期国际资本流动有显著的影响。此外, 我国短期国际资本流动的变化不会几乎不会对我国房地产价格产生影响。相对于我国短期国际资本流动规模变动, 我国房地产价格变动对自身的影响程度更大。现阶段我国短期国际资本的大量流出属于正常流动范畴, 不会引发房地产市场危机, 更不会引起我国金融危机的爆发。针对实证结果, 本文认为我国政府需要注重以下几点: 第一, 改善短期国际资本流动监管体系; 第二, 规范短期国际资本流动领域。

**关键词:** 短期国际资本; 房地产价格; VAR 模型

## Abstract

With the Liberalization, Internationalization and Integration of the World Economy and the rapid development of stock market and derivative market, the short-term capital flowing on a large scale is the important economic phenomenon in this tendency. It can exert the great influence on the economic development, market stability and financial safety of one country. Even, it is the culprit of the currency or finance crisis in many developing countries. With our country's opening proceeding steadily and the capital account's control deregulating gradually, the barriers of short-term capital flow in China is cleared step by step. All kinds of arbitrage capital flow in China. It has affected our economic grow, assets price rise and policy validity. If capital flow reverses, it is possible to endanger our financial safety.

Nowadays, the real estate market has become the basic industry of economy which has direct and obvious influence on macro-economy. Huge profit make massive short-term profit flow into China. However, the collapse of real estate market was always accompanied by the international short-term capital flight in previous financial crisis since 1990s. Take Japan's economic crisis in the 90s, the Asian financial crisis in 1997 for instance, due to the funds flight, the capital supply crunched and the cost of capital increased which made the real estate industry experience capital chain crisis in each economic crisis. As a result, the research about relationship between short-term international capital flow and real estate price changes is of great theoretical significance and policy implication.

The VAR modle is used to make empirical analysis of the relationship between short-term international capital flow and real estate price changes in this paper. Through the work mentioned above, the following conclution can be reached: Firstly,the real estate price change has an impact on short-term capital flows in our country, but only under the condition of large fluctuations in the real estate market, the short-term international capital flow will appear obvious changes.Secondly,the change of short-term international capital flows in our country doesn't have much impact on real estate prices in our country. Compared with the short-term

international capital flow change in our country, the real estate price change affects itself more. Finally, at the present stage, short-term capital outflow in China is normal, which will not result in a crisis of the real estate market, and will not cause the outbreak of the financial crisis in our country.

This paper argues that the Chinese government needs to pay attention to the following points. Firstly, regulate the administration of international capital flow, speed up the opening of capital account and make the international short-term capital flows detective. Secondly, prevent short-term international capital flows from their sources.

**Key words:** short-term international capital; real estate price; VAR model

## 目 录

<b>导 论</b> .....	<b>1</b>
一、研究背景与选题意义 .....	1
二、研究方法 with 结构框架.....	3
三、本文主要贡献与不足.....	4
<b>第一章 文献综述</b> .....	<b>6</b>
<b>第一节 短期国际资本的文献综述</b> .....	<b>6</b>
一、国外相关文献综述.....	6
二、国内相关文献综述.....	7
<b>第二节 房地产市场波动的文献综述</b> .....	<b>10</b>
一、国外相关文献综述.....	10
二、国内相关文献综述 .....	12
<b>第三节 短期国际资本流动与资产价格波动关系的文献综述</b> .....	<b>13</b>
一、国外相关文献综述.....	13
二、国内相关文献综述.....	14
<b>第二章 短期国际资本流动理论及其与资产价格之间的关系</b> .....	<b>6</b>
<b>第一节 短期国际资本流动理论</b> .....	<b>16</b>
一、短期国际资本流动的定义及分类.....	16
二、国际资本流动驱动因素相关理论.....	16
<b>第二节 短期国际资本流动与资产价格变动理论关系</b> .....	<b>17</b>
一、短期国际资本流动——货币供给——资产价格变动.....	17
二、短期国际资本流动——总需求扩张——资产价格变动.....	18
三、短期国际资本流动——成本推动——资产价格变动.....	18
<b>第三章 我国短期国际资本流动与房地产市场状况</b> .....	<b>20</b>
<b>第一节 我国短期国际资本流动状况</b> .....	<b>20</b>
一、投资渠道.....	20
二、我国短期国际资本的规模测算.....	25

三、我国短期国际资本流动的驱动因素分析.....	33
<b>第二节 我国房地产市场状况分析 .....</b>	<b>37</b>
一、我国房地产市场价格波动状况.....	37
二、我国房地产企业资金链状况分析.....	39
三、房地产价格影响因素.....	42
<b>第三节短期国际资本流入我国房地产市场状况及影响.....</b>	<b>44</b>
一、近年来国际资本流入我国房地产市场状况分析.....	44
二、近年来外资流入对我国房地产市场的影响.....	44
<b>第四章 我国短期国际资本流动与一线城市房地产价格变动关系实证</b>	
<b>分析 .....</b>	<b>46</b>
<b>第一节 模型与变量的选择 .....</b>	<b>46</b>
一、变量的选取及来源.....	46
二、模型的选择.....	46
<b>第二节 模型分析 .....</b>	<b>47</b>
一、时间序列平稳性检验.....	47
二、滞后阶数的 $p$ 的确定.....	47
三、模型的设立.....	48
四、格兰杰因果检验.....	50
五、脉冲响应函数分析.....	51
六、方差分解分析.....	52
<b>第三节 实证结论 .....</b>	<b>53</b>
<b>第五章 本文结论和政策建议.....</b>	<b>55</b>
<b>第一节 本文结论 .....</b>	<b>55</b>
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>56</b>
一、改善短期国际资本流动监控体系.....	56
二、规范短期国际资本流动领域.....	57
<b>[参考文献] .....</b>	<b>58</b>
<b>致谢语 .....</b>	<b>61</b>



# Contents

<b>0 Introduction .....</b>	<b>1</b>
0.1 Backgroud and Significance .....	1
0.2 Research Methods and Structure .....	3
0.3 Innovation and Deficiencies .....	4
<b>1 Literature Review .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1 Literature Reviews of Short-term International Capital .....</b>	<b>6</b>
1.1.1 Foreign Literature Review .....	6
1.1.2 Demestic Literature Review .....	6
<b>1.2 Literature Reviews of Real Estate Price Volatility .....</b>	<b>7</b>
1.2.1 Foreign Literature Review .....	8
1.2.2 Demestic Literature Review .....	8
<b>1.3 Literature Reviews of Relationship between Short-term International Capital Flow and Real Estate Price Volatility .....</b>	<b>9</b>
1.3.1 Foreign Literature Review .....	9
1.3.2 Demestic Literature Review .....	9
<b>2 Relationship between Short-term International Capital Flow and Assets price .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Theroy of Short-term International Capital Flow .....</b>	<b>10</b>
2.1.1 Definition of Short-term International Capital Flow .....	10
2.1.2 Classification of Short-term International Capital .....	10
2.1.3 Theory of International Capital Flow .....	11
<b>2.2 Theroy of Relationship between Short-term International Capital Flow and Assets price .....</b>	<b>11</b>
2.2.1 Short-term International Capital Flow — Money Creation — Asset Price Change .....	12

2.2.2 Short-term International Capital Flowte — Expansion of Aggregate Demand—Asset Price Change.....	13
2.2.3 Short-term International Capital Flow—Wage Growth—Asset Price Change .....	13
<b>3 Condition of Short-term International Capital Flow and Real Estate Market in China .....</b>	<b>14</b>
<b>3.1 Short-term International Capital Flow in China .....</b>	<b>14</b>
3.1.1 Investment Channels .....	14
3.1.2 Measurment of Short-term International Capital Scale .....	19
3.1.3 Analysis of Short-term International Capital Factors .....	27
<b>3.2 Condition of Real Estate Market in China .....</b>	<b>31</b>
3.2.1 The fluctuation of Real Estate Market Price in China .....	31
3.2.2 Real Estate Enterprise Capital in China.....	33
3.2.3 Real Estate Prices Factors .....	36
<b>3.3 The Conditon of Short-term International Capital Flow and its Impact on Real Estate Market in China .....</b>	<b>38</b>
3.3.1 The Condition of foreign capital Flow into China's Real Estate Market and its Influence .....	38
3.3.2 The Impact of Short-term International Capital Scale on Real Estate Market in China .....	39
<b>4 Empirical Analysis about Relationship between Short-term International Capital Flow and Real Estate Price Volatility in China .....</b>	<b>40</b>
<b>4.1 Variable and Model Selection .....</b>	<b>40</b>
4.1.1 Variable sources .....	40
4.1.2 Model Selection .....	40
<b>4.2 Model Analysis .....</b>	<b>41</b>
4.2.1 ADF Test .....	41

4.2.2 Number of Lags Determination .....	41
4.2.3 Model Establishing .....	42
4.2.4 Granger Test .....	44
4.2.5 Pulse Analysis .....	45
4.2.6 Variance Deposition .....	46
<b>4.3 Empirical Result.....</b>	<b>47</b>
<b>5 Conclusion and Prospect .....</b>	<b>49</b>
<b>5.1 Conclusion .....</b>	<b>49</b>
<b>5.2 Prospect.....</b>	<b>50</b>
5.2.1 Improvement of the Monitoring System for Short-term International Capital Flows .....	50
5.2.2 Regulation of Short-term International Capital .....	51
<b>References .....</b>	<b>55</b>



## 导 论

### 一、研究背景与选题意义

#### （一）研究背景

目前,巨量的国际游资日在寻找投资点,这一直是各国金融监管层工作的重点。据 IMF 报告<sup>①</sup>预计,国际游资的规模在当时就已经超越 7.2 万亿美元,假如我们将部分金融产品的杠杆效应考虑在内,这些短期国际资本每天都可以引起超过 20 万亿美元的投机规模。依据相关报告指出,目前这些游资已经占据全球 GDP 的 37%,一旦这些游资发生逆转,必然对整个国际资本市场的稳定和世界经济的增长产生不可估量的影响。

随着全球资本市场逐渐向一体化和国际化方向行进以及各国金融衍生品市场的快速发展,国际资本的跨境流动不仅规模越来越大而且更加频繁,FDI 已经不再是资本流动的主要途径。在这些流动的国际资本中,国际短期资本逐渐变成国际资金流动的主要形式,规模迅速发展,并且影响着一国乃至全球经济体的经济发展。

由于发展中国家经济的快速增长,经济各领域存在较高的发展潜力,GDP 增长速度已经远高于发达经济体。高增长速度使得大规模国际资本流入发展中国家以获取投资收益。据 IIF 的研究报告<sup>②</sup>称,新兴国家 2013 年共吸引民间资本 1.12 万亿美元,比预计规模增长 3.5%;同时预计到今年,该资本金额将达到 1.15 万亿美元。

自 2000 年以来,短期国际资本频繁进出我国境内,并且规模快速上升。依据直接测算法的计算结果,我国短期国际资本流动金额在 1997 仅为 561.04 亿美元,而到 2012 年该项规模达到 1065.71 亿美元,15 年时间增长达 1.89 倍。这十几年来我国积极推动短期国际资本的流入有利于我国经济的建设,但是短期国际资本大额度的快进快出不利于我国经济的平稳发展,甚至容易触发金融危机。与此同时,我国的经济 2000 年以来快速增长,其中固定资产占据主要位置。固定资产投资称为促进我国经济快速增长的三驾马车之一,而其中房地产投资处于

<sup>①</sup> 数据来源:根据国际货币基金组织网站 (<http://www.imf.org/external/index.htm>) 提供数据整理而得。

<sup>②</sup> 数据来源:根据国际金融组织网站 (<http://www.iif.com/emr/>) 提供数据整理而得。

首要位置。据 2013 年中华人民共和国国家统计局的数据<sup>①</sup>称, 2013 年, 我国城镇固定资产投资自年初累计已达到 364,854 亿元, 比 2012 年同期增加 20.65%; 而其中房地产的开发已经达到 9.9 万亿元, 与 2012 年同期相比增加 21.39%。这么快速的发展势头带动了我国经济的成长, 一些相关产业也顺势加快了发展的步伐。但是房地产市场的快速发展也带来的弊端, 比如房价的过快增长。现阶段我国正面临着居民工资水平赶不上房价的局面, 房价过高、房价增长速度过快、房地产市场规则不健全、这些都是需要政府迫切解决的问题。2008 年以来, 我国进入了新一轮房地产市场调控阶段, 意图防止房地产市场出现泡沫。但是, 根据现阶段的形势判断, 目前调控效果并不明朗。

根据商务部<sup>②</sup>公布的数据, 由于我国房地产市场的高盈利性, 外资从 2010 年 2 月开始进入我国楼市, 3 月份实际使用外资额达到 23.6 亿美元, 同比增加 65.7%, 远高于当月经济体利用外资增速。在 2010 年, 外资投入我国房地产市场金额为 3,127 亿美元, 同比增加 25.58%。其中仅上半年, 国外资本投入金额最少达 182 亿美元, 达到同一时期直接外商直接投资流入金额的 50%。

房地产市场的高风险特性与日渐增加的短期国际资本流动使得经济金融市场隐藏着重大危机, 因此考察短期国际资本流动行为与我国房价之间的内在关联是一个非常值得研究的课题。

## (二) 选题意义

房地产行业因为具备高收益、易变现的特征, 已成为我国短期国际资本的重要投资范畴之一。探索我国短期国际资本流动与我国房地产价格变动之间的关系具备一定的价值。

对于计算我国短期国际资本流动规模, 目前国内外现有的文献大部分均假设短期国际资本通过资本、金融项目及非法渠道进入我国, 忽略了非正常渠道, 如经常项目下的收入、贸易渠道等。这些项目的大幅变动往往是由于短期国际资本的流动。此外, 现阶段的文献研究大多仅仅论证我国短期国际资本流动以及我国全国整体房地产市场平均价格之间的关系, 而短期国际资本对一线城市房地产市场价格影响的探索较少。因此, 针对我国短期国际资本流动与我国一线城市房地产市场价格变动之间联动关系进行探索, 本文运用理论和实证相结合的分析方法

<sup>①</sup> 数据来源: 根据中国统计局网站 (<http://www.stats.gov.cn/tjsj/>) 提供数据整理而得。

<sup>②</sup> 数据来源: 根据中国商务部网站 (<http://data.mofcom.gov.cn/>) 提供数据整理而得。

对其进行研究，具有较强的理论意义。

随着我国城镇化建设进程的快速发展，大批务工人员进入城市，带来了大量的住房刚性需求，其中尤以一线城市为甚。这使得我国房地产领域成为盈利性极高的投资场所，大量短期国际资本出于规避政治风险和投机的目的投入我国房地产市场。因此，研究我国短期国际资本流动与一线城市房地产价格变动之间的关系具有较强的现实意义。目前我国大部分报道普遍认为短期国际资本流入我国房地产市场，将导致房价增长，但是这是没有理论及实证依据的猜想。因此，本文实证研究两者之间的关系，有助于对这个问题给予解释。

## 二、研究方法与结构框架

### （一）研究方法

本文主要采用的研究方法是理论分析、描述性统计分析、实证分析和数理分析等。这些方法可以概括为定性分析与定量分析相结合。在定性分析中，本文侧重逻辑分析和演绎推理，并利用描述性分析对我国房地产市场资金链状况进行研究；在定量分析中，本文选用计量经济学中有关时间序列的分析方法，主要为向量自回归模型对短期国际资本流动与我国房地产价格的关系进行定量分析，具体的计量工具为格兰杰因果检验、脉冲响应函数、方差分解等。

### （二）结构框架

本文撰写思路为先对问题进行理论分析，再实证分析，最后给出政策建议

首先，本文通过探索短期国际资本的分类及特征，同时参考前人的研究对我国短期国际资本流动进行界定。其次，论述有关短期国际资本流动理论内容，其中详细阐述其与资产价格之间理论关系，为后文做铺垫。第三，分析我国短期国际资本的流动途径、驱动因素以及规模估计；同时分析我国现阶段房地产市场发展状况、行业资金链状况等，从数据出发指出我国短期国际资本与房地产价格之间的关系。最后，利用 VAR 模型探索我国短期国际资本持续流入流出与房地产价格之间的联动关系，并且提出应对短期国际资本持续流动的对策建议。

导论：这一章节阐述了本文的研究背景、选题意义、研究方法以及论文框架，并说明本文的主要贡献和不足之处。

第一章：文献综述。本章节对国内外与短期国际资本流动和房地产市场价格

变动相关的文献进行较全面的梳理，为后文研究提供理论指导。

第二章：短期国际资本流动的理论及其与资产价格变动之间的理论关系。本章节侧重阐述了短期国际资本流动的相关理论以及短期国际资本流动与资产价格变动之间的理论关系。

第三章：我国短期国际资本流动与房地产市场状况。本章节首先阐述了我国短期国际资本的流动渠道、流动规模测算方法及影响因素，接下来介绍了我国房地产市场的运行状况，其中重点论述行业资金链状况以及房地产价格的驱动因素，最后以我国实际状况为基础，研究我国短期国际资本与一线城市房地产价格变动的联动关系。

第四章：我国短期国际资本流动与一线城市房地产价格变动关系实证分析。为了对两者之间的联动关系进行分析，本章节使用 VAR 模型，同时运用格兰杰因果检验、脉冲响应函数、方差分解三种计量工具，对两者关系进行深入研究。

第五章：本文结论与政策建议。本章节在总结了本文观点的基础上，提出相关政策建议。

### 三、本文主要贡献与不足

#### （一）主要贡献

本文不同于现阶段国内大部分文献只专注于分析我国短期国际资本流动与我国全国房地产市场整体价格变动之间的联动关系，而是采用上海、北京及深圳三个一线城市的房价变动额的算术平均值，并研究两者之间的联动关系。一线城市由于经济、政治及地理优势一直是国内外资金汇聚地，其房价更能包含资金投机因素，研究对象确定为一线城市更有现实意义。其次，文章使用目前学术界公认的将量短期国际资本的方法（直接法、间接法及克莱因法）对我国短期国际资本流动规模进行测量，并利用三者计算结果的算术平均值对我国短期国际资本进行分析。此外，本文利用我国上市房地产企业流动比率、速动比率及每股经营现金流量对房地产行业资金链状况进行分析，判断目前房地产市场流动性风险。

#### （二）研究不足

本文研究的缺陷之处有如下三点：第一，在测算我国短期国际资本流动规模时，由于数据的获取存在困难以及精准性的缺陷，本文没有将通过违法渠道在



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库